

## 证券研究报告

## 公司研究——事项点评

## 上海家化 (600315.SH)

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级: 买入, 2020.08.27



汲肖飞 纺服轻工行业首席分析师

执业编号: S1500520080003

邮 箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

邮 箱: liyuanyuan1@cindasc.com

## 相关研究

《上海家化 (600315.SH): 迎接新机遇, 百年国货日化龙头再起航 2020.7

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编: 100031

## 股权激励彰显新任管理层信心, 品牌、渠道优化值得期待

2020 年 10 月 9 日

**事件:** 公司公布 2020 年股权激励草案, 拟向 139 名激励对象授予限制性股票 869 万股, 占比公司总股本的 1.29%, 首次授予价格为 19.57 元/股, 解除限售比例分别为 30%/30%/40%。

## 点评:

- **推出新一期股权激励计划, 业绩解锁目标超预期, 彰显管理层信心。** 公司推出 2020 年股权激励草案, 彰显出新董事长上任后改善公司经营现状信心, 具体来看:
  - 1) **激励对象广:** 本次股权激励对象合计 139 人, 其中核心高管包含董事长潘秋生、副总叶伟敏以及首席财务官兼董秘韩敏, 分别拟授予 60 万股、20 万股、20 万股, 占公司总股本的 0.09%/0.03%/0.03%, 其他中层管理人员及骨干员工 136 人, 合计授予 600.3 万股, 占比公司总股本的 0.89%, 预留 168.7 万股, 合计占公司总股本的 0.25%。
  - 2) **业绩解锁条件超预期, 彰显管理层信心:** 根据公司层面业绩考虑目标, 若公司 2021-2023 年营业收入分别不低于 76 亿/86 亿/98 亿, 累计净利润分别不低于 4.1 亿/11.1 亿/21 亿 (对应 2020 到 2023 年收入及净利润复合增速分别为 8.8%/34.2%), 则解锁比例为 80%; 若 2021-2023 年营业收入分别不低于 83 亿/94 亿/106 亿, 累计净利润分别不低于 4.8 亿/13.1 亿/24.7 亿 (对应 2020 到 2023 年净利润复合增速分别为 8.5%/34.2%), 则解锁比例为 100%。
  - 3) **激励效果显著:** 本次股权激励计划首次授予价格为 19.57 元/股, 相较于最新收盘价折价比例为 47.2%, 截至最新收盘价及授予股份数量对应市值为 1.9 亿, 激励效果良好。
- **9 月淘系佰草集线上降幅收窄, 玉泽重回三位数高速增长, 品牌调整逐步显效。** 根据最新淘数据观察, 公司旗下玉泽品牌在合理化直播带货比重策略下继续维持高速增长, 9 月玉泽淘系全网增速达三位数, 同比增速超过 200%; 同时, 佰草集降幅收窄, 9 月双位数下滑但好于前两个月。整体来看, 公司品牌调整逐步显效, 玉泽乘皮肤学护肤行业红利有望更上一层楼, 佰草集有望逐步走出低谷。
- **黑暗时刻已过, 伴随品牌调整、渠道进阶、降本增效有望释放新活力。** 从品牌角度, 护肤品各品牌优化打法, 玉泽利用红人带货+口碑背书表现持续活力, 皮肤学护肤赛道高景气度持续; 典萃新品标签更明显, 主打功效性 CS 渠道表现良好; 佰草集调整后明年有望获得恢复性增长; 婴童个护领域继续深耕, 巩固并挑战细分冠军地位。从渠道角度, 电商团队逐步调整, 加强与电商平台合作, 通过数字化运营获得可持续发展, 同时缩减线下亏损门店, 布局新零售、O2O 到店等,

优化线下布局。此外，产品结构的优化毛利、加强 ROI 管理等举措有望降本增效，释放业绩弹性。

- **盈利预测与投资评级：**公司股权激励彰显新任管理层信心，同时经营层面我们观察到佰草集线上降幅收窄，玉泽合理化直播带货比重的同时仍维持高增长，品牌调整逐步显效。我们预计公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 0.56/0.72/1.08 元（前值分别为 0.56/0.77/1.03 元），目前股价对应 75/58/38 倍 PE，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**玉泽等品牌收入不达预期；组织架构及品牌调整等不达预期。

| 重要财务指标        | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入(百万元)    | 7,137.95 | 7,596.95 | 7,550.14 | 8,344.83 | 9,416.40 |
| 增长率 YoY %     | 10.01%   | 6.43%    | -0.62%   | 10.53%   | 12.84%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 540.38   | 557.09   | 372.68   | 480.03   | 727.14   |
| 增长率 YoY%      | 38.63%   | 3.09%    | -33.10%  | 28.81%   | 51.48%   |
| 毛利率%          | 62.79%   | 61.88%   | 62.60%   | 62.98%   | 63.72%   |
| 净资产收益率 ROE%   | 9.66%    | 9.21%    | 5.76%    | 6.96%    | 9.69%    |
| EPS(摊薄)(元)    | 0.81     | 0.83     | 0.56     | 0.72     | 1.08     |
| 市盈率 P/E(倍)    | 50       | 48       | 75       | 58       | 38       |
| 市净率 P/B(倍)    | 4.64     | 4.29     | 4.18     | 3.90     | 3.54     |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 10 月 9 日收盘价

**表 1：公司 2020 年股权激励计划授权对象及授予股份情况**

| 姓名                   | 职务            | 获取限制性股票数量 (万股) | 占比授予限制性股票总数比例 | 占总股本比例       |
|----------------------|---------------|----------------|---------------|--------------|
| 潘秋生                  | 董事长/首席执行官/总经理 | 60             | 6.90%         | 0.09%        |
| 叶伟敏                  | 副总经理          | 20             | 2.30%         | 0.03%        |
| 韩敏                   | 首席财务官/董事会秘书   | 20             | 2.30%         | 0.03%        |
| 中高层管理人员及骨干员工 (136 人) |               | 600.3          | 69.08%        | 0.89%        |
| 预留                   |               | 168.7          | 19.41%        | 0.25%        |
| <b>合计</b>            |               | <b>869</b>     | <b>100%</b>   | <b>1.29%</b> |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 2：公司 2020 年股权激励计划业绩考核目标 (单位：亿元)**

|                   |       | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>业绩考核目标 (A)</b> | 营业收入  | 83     | 94     | 106    |
|                   | 累计净利润 | 4.8    | 13.1   | 24.7   |
|                   | 当期净利润 | 4.8    | 8.3    | 11.6   |
| <b>业绩考核目标 (B)</b> | 营业收入  | 76     | 86     | 98     |
|                   | 累计净利润 | 4.1    | 11.1   | 21.0   |
|                   | 当期净利润 | 4.1    | 7.0    | 9.9    |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

备注：当期净利润=当年累计净利润-上年累计净利润

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度           | 2018A     | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>流动资产</b>    | 4,777.45  | 5,877.52  | 5,914.95  | 6,311.13  | 7,013.00  |
| 货币资金           | 1,105.49  | 1,609.13  | 1,678.76  | 1,855.86  | 2,272.66  |
| 应收票据           | 1.15      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 应收账款           | 1,030.31  | 1,228.98  | 1,221.40  | 1,349.96  | 1,523.31  |
| 预付账款           | 78.26     | 63.93     | 62.34     | 68.19     | 75.41     |
| 存货             | 874.82    | 925.17    | 902.14    | 986.81    | 1,091.31  |
| 其他             | 1,687.12  | 2,050.31  | 2,050.31  | 2,050.31  | 2,050.31  |
| <b>非流动资产</b>   | 5,382.63  | 5,269.98  | 5,386.35  | 5,492.63  | 5,591.76  |
| 长期股权投资         | 276.18    | 391.36    | 391.36    | 391.36    | 391.36    |
| 固定资产(合计)       | 1,188.92  | 1,122.05  | 1,114.69  | 1,159.67  | 1,190.55  |
| 无形资产           | 816.34    | 820.65    | 863.69    | 904.06    | 944.13    |
| 其他             | 3,101.19  | 2,935.92  | 3,016.61  | 3,037.54  | 3,065.72  |
| <b>资产总计</b>    | 10,160.07 | 11,147.49 | 11,301.30 | 11,803.76 | 12,604.76 |
| <b>流动负债</b>    | 2,691.44  | 2,865.02  | 2,842.60  | 2,950.37  | 3,087.07  |
| 短期借款           | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 应付票据           | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 应付账款           | 827.62    | 823.86    | 803.35    | 878.75    | 971.81    |
| 其他             | 1,863.82  | 2,041.16  | 2,039.25  | 2,071.62  | 2,115.27  |
| <b>非流动负债</b>   | 1,655.57  | 1,996.73  | 1,996.73  | 1,996.73  | 1,996.73  |
| 长期借款           | 1,072.54  | 1,138.00  | 1,138.00  | 1,138.00  | 1,138.00  |
| 其他             | 583.03    | 858.73    | 858.73    | 858.73    | 858.73    |
| <b>负债合计</b>    | 4,347.01  | 4,861.74  | 4,839.33  | 4,947.10  | 5,083.80  |
| 少数股东权益         | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 归属母公司股东权益      | 5,813.06  | 6,285.75  | 6,658.43  | 7,138.46  | 7,865.60  |
| <b>负债和股东权益</b> | 10,160.07 | 11,147.49 | 11,301.30 | 11,803.76 | 12,604.76 |

## 重要财务指标

单位:百万元

| 会计年度       | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入       | 7,137.95 | 7,596.95 | 7,550.14 | 8,344.83 | 9,416.40 |
| 同比(%)      | 10.01%   | 6.43%    | -0.62%   | 10.53%   | 12.84%   |
| 归属母公司净利润   | 540.38   | 557.09   | 372.68   | 480.03   | 727.14   |
| 同比(%)      | 38.63%   | 3.09%    | -33.10%  | 28.81%   | 51.48%   |
| 毛利率(%)     | 62.79%   | 61.88%   | 62.60%   | 62.98%   | 63.72%   |
| ROE%       | 9.66%    | 9.21%    | 5.76%    | 6.96%    | 9.69%    |
| EPS(摊薄)(元) | 0.81     | 0.83     | 0.56     | 0.72     | 1.08     |
| P/E        | 52       | 50       | 75       | 58       | 38       |
| P/B        | 4.79     | 4.43     | 4.18     | 3.90     | 3.54     |
| EV/EBITDA  | 31.94    | 29.27    | 42.51    | 35.12    | 25.15    |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>营业总收入</b>    | 7,137.95 | 7,596.95 | 7,550.14 | 8,344.83 | 9,416.40 |
| 营业成本            | 2,655.91 | 2,896.00 | 2,823.92 | 3,088.97 | 3,416.08 |
| 营业税金及附加         | 55.60    | 53.58    | 53.61    | 61.75    | 69.68    |
| 销售费用            | 2,901.39 | 3,204.13 | 3,348.49 | 3,663.38 | 3,983.14 |
| 管理费用            | 883.32   | 941.79   | 798.80   | 876.21   | 969.89   |
| 研发费用            | 149.51   | 172.83   | 173.65   | 191.93   | 216.58   |
| 财务费用            | 60.01    | 21.42    | 18.05    | 27.50    | 25.18    |
| 减值损失合计          | 60.31    | -73.52   | -45.35   | -44.70   | -33.71   |
| 投资净收益           | 129.93   | 153.99   | 104.68   | 104.68   | 104.68   |
| 其他              | 145.38   | 175.50   | 19.89    | 21.21    | 43.19    |
| <b>营业利润</b>     | 646.31   | 700.22   | 472.64   | 605.59   | 917.13   |
| 营业外收支           | -0.07    | 1.78     | -3.04    | -0.71    | -0.87    |
| <b>利润总额</b>     | 646.24   | 701.99   | 469.60   | 604.88   | 916.26   |
| 所得税             | 105.86   | 144.90   | 96.93    | 124.85   | 189.12   |
| <b>净利润</b>      | 540.38   | 557.09   | 372.68   | 480.03   | 727.14   |
| 少数股东损益          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 540.38   | 557.09   | 372.68   | 480.03   | 727.14   |
| EBITDA          | 905.20   | 989.96   | 681.77   | 825.14   | 1,152.48 |
| EPS(当年)(元)      | 0.81     | 0.83     | 0.56     | 0.72     | 1.08     |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2018A     | 2019A     | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 894.67    | 748.76    | 393.79  | 390.02  | 640.83  |
| 净利润            | 540.38    | 557.09    | 372.68  | 480.03  | 727.14  |
| 折旧摊销           | 196.58    | 230.10    | 143.88  | 157.67  | 173.63  |
| 财务费用           | 62.38     | 57.87     | 68.28   | 62.59   | 62.59   |
| 投资损失           | -129.93   | -153.99   | -104.68 | -104.68 | -104.68 |
| 营运资金变动         | 40.29     | 116.26    | -33.13  | -153.31 | -179.03 |
| 其它             | 184.97    | -58.57    | -53.24  | -52.29  | -38.82  |
| <b>投资活动现金流</b> | -841.77   | -120.81   | -145.77 | -150.32 | -161.44 |
| 资本支出           | -382.40   | -29.87    | -250.45 | -255.00 | -266.12 |
| 长期投资           | 3,914.18  | 3,209.06  | 104.68  | 104.68  | 104.68  |
| 其他             | -4,373.55 | -3,300.00 | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -220.34   | -185.87   | -68.28  | -62.59  | -62.59  |
| 吸收投资           | 0.00      | 0.00      | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 借款             | -18.60    | 0.00      | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 支付利息或股息        | 176.73    | 221.06    | 68.28   | 62.59   | 62.59   |
| <b>现金流净增加额</b> | -169.89   | 438.49    | 179.74  | 177.10  | 416.80  |

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/18/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 唐 蕾 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |
| 华北 | 魏 冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com     |
| 华东 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 张思莹 | 13052269623 | zhangsiying@cindasc.com  |
| 华东 | 吴 国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com      |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 袁晓信 | 13636578577 | yuanxiaoxin@cindasc.com  |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南 | 杨诗茗 | 13822166842 | yangshiming@cindasc.com  |
| 华南 | 陈 晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级  | 行业投资评级  |
|---|---|---|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入：股价相对强于基准 20% 以上；<br>增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；<br>持有：股价相对基准波动在±5% 之间；<br>卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。 | 看好：行业指数超越基准；<br>中性：行业指数与基准基本持平；<br>看淡：行业指数弱于基准。 |
|   |   |   |
|   |   |   |
|   |   |   |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。